

Panamá, 19 de octubre de 2020

Señores  
TENEDORES INDIRECTOS  
Ciudad.-

Referencia: Calificación de Riesgo – Inmobiliaria Cervelló

Estimados Señores:

Por este medio Prival Bank, S.A., en su calidad de Agente de Pago, Registro y Transferencia la emisión pública del Programa Rotativo de Bonos Corporativos de Inmobiliaria Cervelló, S.A., hasta por la suma de cien millones de dólares (US\$100,000,000.00), les remitimos Calificación de Riesgo del Emisor 2020.

Sin más por el momento, nos despedimos,

Atentamente,



Yamileth Ortega  
Oficial de Agencia de Pago

## Inmobiliaria Cervelló, S.A. Programa Rotativo de Bonos Corporativos

### Comité No. 53/2020

<b>Informe con EEFF auditados al 31 de diciembre de 2019</b>	<b>Fecha de comité: 27 de agosto de 2020</b>
Periodicidad de actualización: semestral	Sector Inmobiliario / Panamá

### Equipo de Análisis

Luis Alfonso López <a href="mailto:lalopez@ratingspcr.com">lalopez@ratingspcr.com</a>	Iolanda Montuori <a href="mailto:imontuori@ratingspcr.com">imontuori@ratingspcr.com</a>	(502) 6635-2166
--	--	-----------------

### HISTORIAL DE CALIFICACIONES

Fecha de información	dic-18	dic-19
Fecha de comité	04/04/2019	27/08/2020
Programa Rotativo de Bonos Corporativos (SMV. No. 204-19)	PA AA-	PA AA-
Perspectiva	Estable	Estable

### Significado de la calificación

**Categoría AA.** Emisiones con alta calidad crediticia. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto, pudiendo variar en forma ocasional por las condiciones económicas.

*Con el propósito de diferenciar las calificaciones domesticas de las internacionales, se ha agregado (PA) a la calificación para indicar que se refiere sólo a emisores/emisiones de carácter domestico a efectuarse en el mercado panameño. Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la clasificación alcanzada entre las categorías AA y B.*

*La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de esta, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. La clasificación otorgada o emitida por PCR constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago de este; ni estabilidad de su precio y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Clasificadora.*

### Racionalidad

La calificación de Inmobiliaria Cervelló, S.A. se fundamenta en la adecuada cobertura sobre la deuda, a partir de los ingresos derivados del arrendamiento generado por las empresas afiliadas que, a su vez, actúan como garantes de los bonos senior emitidos y que proyectan un desempeño financiero apropiado para hacer frente al repago de la deuda general.

### Perspectiva

Estable.

### Resumen Ejecutivo

La calificación de riesgo otorgada al Programa Rotativo de Bonos Corporativos de Inmobiliaria Cervelló, S.A., se basa en la evaluación de los siguientes aspectos:

**Proyección del flujo neto.** Respecto a los ingresos destinados para las cuentas del fideicomiso provenientes de las compañías relacionadas, estas reflejaron una cobertura promedio en cuanto a los gastos financieros de 104.8 %, manteniéndose relativamente constante durante los plazos proyectados. Por su parte, la cobertura promedio del servicio de la deuda se ubica, según las proyecciones, en 100.5 %, en la cual también se presenta una invariabilidad durante los años proyectados. Producto de que las proyecciones están realizadas en base a un vehículo de emisión, el flujo de caja neto será, en su mayoría, nulo. Dichas proyecciones hacen notar la estructura condicionada al cumplimiento de las obligaciones financieras que obtiene la sociedad, por medio de la emisión de series del Programa Rotativo de Bonos Corporativos Inmobiliarios. De esta manera, los activos

materiales e inmateriales del proyecto y la deuda bancaria o neta proyectados, son los rubros que constituyen más proporción en los activos y pasivos, respectivamente.

**Constitución de Garantías.** Los Bonos de las Series Senior están garantizados a través de un Fideicomiso Irrevocable de Garantía con Prival Trust, S.A., el cual cuenta con la primera hipoteca y anticresis sobre una serie de Bienes Inmuebles, cuyo valor de avalúo deberá cubrir en todo momento al menos el 200 % del saldo insoluto de la Serie Senior, la cesión irrevocable de los cánones de arrendamiento, presente y futuros (en caso de ser necesario para el cumplimiento de la cobertura de garantías) derivado de los Contratos de Arrendamiento sobre los Bienes Inmuebles otorgados en garantía, los cuales tendrán que tener una Cobertura de Flujos Proyectados de 1.3 veces, la cesión de las pólizas de seguro de los Bienes Inmuebles que cubra al menos el 80 % del valor de las mejoras construidas sobre los Bienes Inmuebles y la cesión de las pólizas de seguro CAR ("Construction All Risk") con cobertura A, B, C y D por el 100 % del valor del contrato de construcción de cada Proyecto (en caso de haberlos), E y F por el 20 % y G por el 10 %.

**Apropiada rentabilidad proyectada.** Inmobiliaria Cervelló, S.A. presentó ingresos y egresos totales de B/. 6.3 millones y B/. 5.8 millones, respectivamente, lo cual totalizó en una utilidad neta de B/. 586.6 millares y un margen operativo de 9.3 %, calculado respecto a la utilidad neta sobre los ingresos totales. Asimismo, se presentó un EBITDA proyectado de B/. 11.1 millones para el 2020, con un crecimiento estable durante los años proyectados. Por su parte, los gastos administrativos no presentan ninguna variación en los montos proyectados.

**Respaldo del grupo.** Inmobiliaria Cervelló, S.A. cuenta con el respaldo de las compañías: Casselberry, S.A., Xandri, S.A. y otras empresas que podrán ser incorporadas al grupo, las cuales obtienen sus ingresos por medio del arrendamiento de locales comerciales.

#### **Metodología utilizada**

*La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para la Calificación de riesgo de Instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores con fecha 09 de noviembre de 2017.*

#### **Información utilizada para la calificación**

- **Información financiera:** Estados Financieros auditados de diciembre 2015 a diciembre 2019, Estados Financieros interinos a junio 2017 y junio 2018, y Estados Financieros interinos a septiembre 2017 y 2018.
- **Emisión:** Prospecto Informativo del Programa Rotativo de Bonos Corporativos y Proyecciones Financieras de 2018 a 2028.

#### **Limitaciones potenciales para la calificación**

- **Coyuntura económica:** Para la fecha de análisis, se percibe la falta de certeza económica que se deriva de la pandemia propagada durante el primer trimestre del año 2020, la cual amenaza con causar una crisis económica global. De esta manera, la calificación se considera sujeta al riesgo expuesto por dicha coyuntura y al éxito de las medidas de administración aplicadas por la institución durante el período de incertidumbre financiera. Asimismo, de ser positivo el resultado de las estas por medio de las estrategias de la institución, se podrá permitir la mejora de la organización respecto a su situación financiera actual.

#### **Hechos de Importancia**

- El 24 de junio de 2019, mediante Suplemento al Programa Rotativo de Bonos Corporativos (SMV. No. 204-19), se comunicó a la Superintendencia de Mercado de Valores, la oferta pública de las Series A (senior) y B (subordinada) por un monto de USD 75 millones y USD 2.5 millones, respectivamente. Los fondos generados por dichas emisiones serán utilizados para la cancelación del saldo insoluto de la emisión de bonos corporativos (programa SMV. No. 333-14), acogiéndose, como derecho del emisor, a la redención anticipada de este último.
- El 20 de noviembre de 2019, mediante Suplemento al Programa Rotativo de Bonos Corporativos (SMV. No. 204-19), se comunicó a la Superintendencia de Mercado de Valores, la oferta pública de la Serie C (senior) por un monto de USD 3 millones. De esta manera, los fondos generados por la emisión de dicha serie serán utilizados para capital de trabajo y para otros usos generales del emisor.
- El 10 de diciembre de 2019, mediante Escritura Pública No. 16124, se formalizó el convenio de fusión por absorción de la sociedad Casselberry, S.A. con la sociedad PTY Realty Investment Inc., de manera tal que la sociedad Casselberry, S.A. quedará como la sociedad sobreviviente de la fusión. Todas las deudas y obligaciones, así como los títulos, posesiones, derechos y otros activos de la sociedad fusionada fueron traspasados y asumidos por Casselberry, S.A.

- El 12 de diciembre de 2019, mediante Escritura Pública No. 16360, fue celebrado el Convenio de Fusión por el cual las entidades Plaza Bolívar Holdings, S.A. y Hazlebury Ventures, Corp. han sido absorbidas por la sociedad Xandri, S.A., que era la dueña del cien por ciento (100 %) de sus acciones emitidas y en circulación. Como resultado de la fusión, la sociedad Xandri, S.A. ha absorbido todos los activos, pasivos u obligaciones de dichas entidades, manteniendo vigente la garantía hipotecaria que se establece respecto a los bonos de las series senior constituida a favor del fiduciario (Prival Trust, S.A.), y a su vez, generando la cese de la existencia jurídica para ambas entidades.
- El 27 de enero de 2020, se notificó a la Bolsa de Valores de Panamá la Actualización del Prospecto Informativo del Programa Rotativo de Bonos Corporativos que modifica términos para remediar ambigüedades y corregir inconsistencias contenidas en el texto, que en ningún caso afecta adversamente los intereses de los tenedores registrados de los bonos.

### **Contexto Económico**

Para diciembre de 2019, la actividad económica de América Latina y El Caribe, según lo indicado por el Fondo Monetario Internacional, sigue siendo lenta y avanza tenuemente. Para el 2019, el crecimiento estimado de la región fue de 0.1 %, mostrando un crecimiento débil; aunque se proyecta que se recupere en los siguientes periodos y presente un crecimiento de 1.6 % y 2.3 % para 2020 y 2021, correspondientemente. Cabe mencionar que, según datos del FMI, la tasa de crecimiento de 2019 es la más baja desde 2016, año en el que la región sufrió una contracción de 1 % tras el estancamiento en 2015. El decrecimiento en la aceleración vivida en 2019 se debe, entre otras cosas, a las sostenidas tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, que afectan a las exportaciones, así como al precio internacional de las materias primas, las cuales son una importante fuente de ingresos para las economías de la región. Aunado a lo anterior, la incertidumbre política y económica en países clave de la región también tuvieron un efecto adverso en la tasa de crecimiento. Según datos del FMI, México y Chile, dichas tasas sufrieron un recorte en sus perspectivas de crecimiento: el primero, consecuencia de la continua debilidad de la inversión y, el segundo, por las tensiones sociales sufridas durante el último semestre del año. De igual manera, se presentaron tensiones políticas y sociales en países como Ecuador, Bolivia y Perú, lo que mitiga el crecimiento de la región y aumenta la incertidumbre. Sin embargo, estas condiciones adversas se vieron moderadas por una revisión del crecimiento al alza de Brasil, tras una mejora de la postura del gobierno respecto a las pensiones y el sector minero, lo que mejora las condiciones de inversión en el país. Se espera que las tensiones financieras globales continúen, a causa de la situación actual del COVID-19, causando condiciones financieras globales restrictivas.

Por su parte, Panamá sigue siendo uno de los países referentes de la región como consecuencia de su dinamismo. El crecimiento de Panamá para el 2019, según datos del Banco Mundial, es de 3.5 %, menor al promedio de los últimos 5 años de 5 %. Esto último, producto de que este año la economía se encontraba en un periodo de recuperación económica, arrastrada de 2018, consecuencia de una disminución causada por el bajo rendimiento en el sector de construcción y servicios, los cuales son sectores importantes para el desempeño de dicho país. Para 2020, el déficit probablemente superará el límite fijado por la regla fiscal de 2,75 % del PIB, ya que será necesario respaldar la economía e incrementar el gasto en salud pública dada la actual situación de la COVID-19. Asimismo, se espera que la inflación se mantenga contralada en 2 %. Por su parte, este aumento en su crecimiento actual y proyectado también se ve influenciado por una mayor inversión extranjera directa (IED), la cual, según datos del Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC), a septiembre 2019, había aumentado un 15.9 % (+B/. 4,735 millones) en comparación al mismo periodo del año anterior; influenciado por las actividades de mina y canteras y al comercio al por mayor y minorista. Asimismo, según estadísticas preliminares, se espera que la recaudación fiscal en Panamá disminuya y que el gasto por parte del gobierno aumente, causando un déficit fiscal alto. Las autoridades estiman que, de no corregirse esta tendencia y de no tomar medidas correctivas respecto al gasto presupuestario, el déficit fiscal alcance hasta el 4 % del PIB en 2019.

El índice mensual de actividad económica (IMAE) de Panamá creció 3.25 % a septiembre de 2019, según datos del del Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC). Entre las actividades que tuvieron mejor desempeño al tercer trimestre del año, están comercio y logística; el primero incentivado por mayor demanda mayorista y minorista y el segundo incentivado por las actividades del sistema portuario nacional y las operaciones del canal, el cual se amplió. Asimismo, sectores como el de explotación de minas y canteras, el agropecuario y el de suministro de electricidad y agua, tuvieron un buen desempeño. Por su parte, el sector construcción tuvo una desmejora de 2.6 % al tercer trimestre de 2019. Según datos del INEC, los ingresos del canal aumentaron 5.9 % de forma interanual y el valor total de comercio mayorista en la Zona Libre de Colon tuvo un decrecimiento de 11.3 % respecto al mismo periodo de 2018.

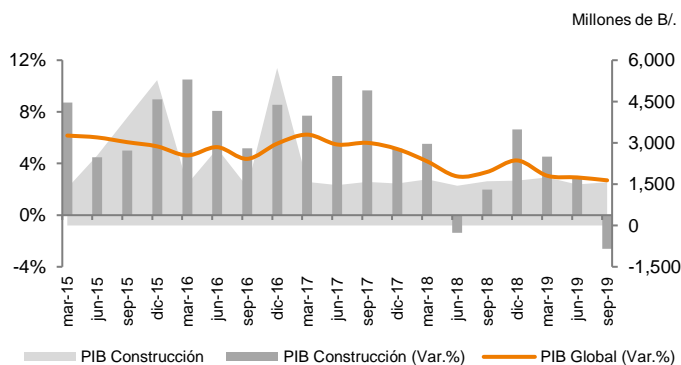
Panamá cuenta con una calificación de riesgo soberano de BBB+ con perspectiva 'Estable'<sup>2</sup>, obteniendo una mejora en su calificación (la segunda vez desde 2012), a raíz del consistente crecimiento económico durante los últimos años, por encima de los países pares; su adecuada diversificación económica, que ha contribuido a duplicar el PIB per Cápita; a la estabilidad en los cambios de administración y cumplimiento de sus responsabilidades y, a los esfuerzos de fortalecimiento de la transparencia y las regulaciones del sistema financiero.

### Contexto Sector

Al tercer trimestre de 2019, según datos publicados por el Instituto Nacional de Estadística y Censo de Panamá (INEC), el sector de construcción presentó una contracción interanual de 2.6 %, en comparación a lo registrado a septiembre de 2018 (+5.2 %), explicado por la culminación de proyectos de infraestructuras tanto de obras públicas como privadas. Esto se vio afectado principalmente en el sector vivienda, donde el número de edificaciones de apartamentos culminados aumentó. De igual forma, el sector de vivienda individual se ha visto afectado reduciendo significativamente el número de edificaciones nuevas.

El sector vivienda representa la mayor proporción de edificaciones en Panamá, compuesta por vivienda individual, vivienda dúplex y edificios de apartamentos, representando el 95 % del total de edificaciones. Para el tercer trimestre de 2019, se observó un aumento notable en el número de edificaciones culminadas de casas y apartamentos, con un total de 4,952 edificaciones (tercer trimestre de 2018: 2,403 edificaciones). Por lo tanto, el sector construcción se ha dedicado a incrementar el sector vivienda, pero esta oferta está siendo mayor que la demanda del público, debido a las condiciones hipotecarias y la capacidad de pago de los panameños.

#### EVOLUCIÓN DEL SECTOR CONSTRUCCIÓN



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censo de Panamá / Elaboración: PCR

El mercado de bienes raíces de Panamá, está compuesto de tres sectores, los cuales son segregados dependiendo de la utilización final de los inmuebles:

- Residencial: El sector de bienes raíces residenciales se caracteriza principalmente por la venta y alquiler de casas y apartamentos.
- Comercial: El sector de bienes raíces comercial, está vinculado a la venta y alquiler de locales comerciales y de oficinas.
- Industrial: El sector de bienes raíces industrial, está compuesto principalmente de fábricas plantas productoras, procesadoras y galeras, entre otros.

Para finales de 2019, se aprobaron las nuevas tasas preferenciales que establecen al gobierno como acreedor de una tasa de 2 % para los créditos hipotecarios de viviendas con un valor entre B/. 120 millares y B/. 150 millares, así como una tasa preferencial de 1.5 % para viviendas con un valor entre B/. 150 millares y B/. 180 millares. El propósito del gobierno es incentivar con la ley de tasas preferenciales a los créditos hipotecarios para las viviendas que registren el rango de los valores mencionados, generando una expectativa positiva para recuperar progresivamente el sector vivienda. Las facilidades de acceso a créditos hipotecarios estimulan la inversión en el sector, asimilando un mayor capital para las constructoras e impulsando el desarrollo de nuevos proyectos.

## Análisis de la institución

### Reseña

Inmobiliaria Cervelló, S.A. fue constituida el 11 de febrero de 2014, bajo la Ley de Sociedades Anónimas en la República de Panamá y está inscrita en el Registro Público en el rollo 2551780, imagen 1 y ficha 826450 de la sección mercantil. La actividad principal de la compañía es la emisión de bonos a través de la Bolsa de Valores de Panamá, autorizada mediante la Resolución SMV. No. 204-19 del 23 de mayo de 2019 de la Superintendencia de Valores de Panamá, que es la institución que la regula mediante la Ley No. 67 del 1 de septiembre de 2011. La empresa se dedica, entre otras cosas, a extender facilidades crediticias a sus afiliadas (Casselberry, S.A., Xandri, S.A. y otras empresas que podrán ser incorporadas de tiempo en tiempo al grupo), que a su vez, utilizan dichas facilidades de crédito para cancelar sus deudas y financiar sus proyectos próximos. Su oficina principal se encuentra ubicada en Sana María Business District, Juan Días, PH Santa María Office Plex 71, Ciudad de Panamá, República de Panamá.

### Gobierno Corporativo

Producto del análisis efectuado, se considera que Inmobiliaria Cervelló, S.A. cuenta con un nivel de desempeño aceptable<sup>1</sup> respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo. Los accionistas de la misma clase tienen los mismos derechos y sí cuenta con un área encargada de la comunicación con los accionistas por medio del gerente general y la Junta Directiva, aunque esta no se encuentra designada formalmente. Por su parte, la compañía no cuenta con un reglamento de la junta general de accionistas, sin embargo, esta realiza convocatorias para una junta de accionistas contando con un plazo estipulado y establecido de una periodicidad de 2 semanas. De esta manera, en dichas juntas, la organización tiene permitido a los accionistas la incorporación de puntos a debatir y la delegación de voto, siendo este un proceso sin formalidad debido a que no cuenta con un reglamento de directorio.

#### PLANA GERENCIAL

Nombre	Cargo
Jorge P. Riba Baca	Gerente General
Jorge P. Riba Navarro	Gerente Financiero y de Proyectos
Yanina Iveth Ponce Castro	Gerente Administrativa

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

De acuerdo con el Pacto Social, todas las acciones cuentan con los mismos derechos y privilegios, y cada acción tendrá derecho a un voto en todas las juntas de accionistas. Según el artículo sexto del Pacto Social, la sociedad tendrá un mínimo de tres directores. Adicionalmente, en las sesiones de la Junta Directiva y de la Junta de Accionistas, cualquiera de sus miembros podrá ser representado y votar por medio de un apoderado que no necesariamente tiene que ser director ni accionista, una vez su nombramiento haya sido por escrito, en documento público o privado, y con poder de sustitución o sin él. Los miembros de la Junta Directiva de la sociedad se muestran a continuación:

#### CONSTITUCIÓN DEL DIRECTORIO

Nombre	Cargo	Área de especialización	Experiencia
Jorge P. Riba Navarro	Presidente	Finanzas	37 años
Jorge P. Riba Baca	Vicepresidente	Finanzas y administración de empresas	10 años
Javier Eduardo Riba Peñalba	Secretario	Ingeniería mecánica	40 años
Rodrigo José Riba González	Tesorero	Ingeniería industrial y sistemas	10 años
María Lorena del Carmen Riba Navarro	Vocal	Gestora de cultura	35 años
Nuria Elena Riba Vergara de García	Vocal	N/E	24 años

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

De esta manera, se determina que la compañía no ha adoptado los principios y procedimientos de un buen gobierno corporativo dentro de la organización, de conformidad con estándares internacionales y con las guías y principios recomendados por la Superintendencia del Mercado de Valores.

<sup>1</sup> Categoría GC4 en una escala de 6 niveles, donde GC1 es la categoría máxima y GC6 es la categoría mínima.

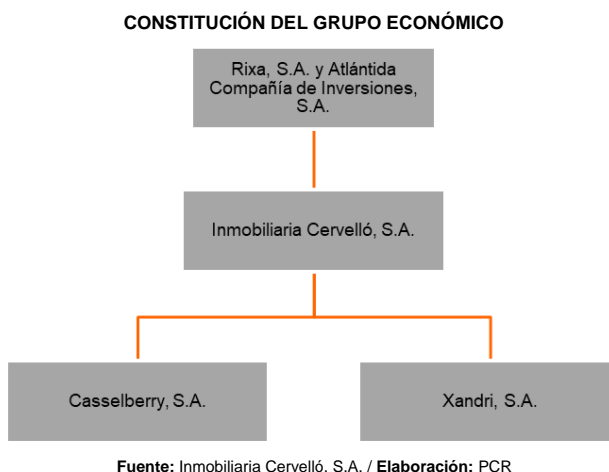
### Grupo Económico

Inmobiliaria Cervelló, S.A. es miembro de un grupo de empresas que tienen administración conjunta, que ejercen influencia en las decisiones administrativas y de operaciones de todas las empresas relacionadas y, por lo tanto, ciertas transacciones entre el grupo reflejan intereses comunes. La compañía no cuenta directamente con personal y las funciones administrativas son realizadas por los ejecutivos de Constructora Xandri, S. A.<sup>2</sup> El capital social está compuesto por 500 acciones comunes con valor nominal de USD 100 cada una. La compañía cuenta con dos accionistas, con igual participación, que se muestran en el siguiente cuadro:

PARTICIPACIÓN ACCIONARIA	
Accionista	Participación
Rixa, S.A.	49.94%
Atlántida Compañía de Inversiones, S.A.	49.94 %

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

De esta manera, Inmobiliaria Cervelló, S.A. se categoriza como una empresa creada para actuar como vehículo para la emisión del Programa Rotativo de Bonos Corporativos que es utilizado para la extensión de facilidades de créditos a las compañías afiliadas o relacionadas, que a su vez, utilizan dichas facilidades crediticias para cancelar deudas existentes y financiar nuevos proyectos.



Es importante destacar que para diciembre de 2019, mediante escrituras públicas, fueron celebrados algunos Convenios de Fusión por los cuales se presentaron los siguientes cambios: las entidades Plaza Bolívar Holdings, S.A. y Hazlebury Ventures, Corp. han sido absorbidas por la sociedad Xandri, S.A., y por su parte, PTY Investment Inc. ha sido absorbida por la sociedad Casselberry, S.A. De esta manera, como resultado de dichas fusiones, las sociedades Xandri, S.A. y Casselberry, S.A. han absorbido todos los activos, pasivos u obligaciones de dichas entidades, manteniendo vigente la garantía hipotecaria que se establece respecto a los bonos de las series senior constituida a favor del fiduciario (Prival Trust, S.A.), y a su vez, generando la cese de la existencia jurídica para las entidades absorbidas.

### Responsabilidad Social Empresarial

Producto del análisis efectuado, se considera que Inmobiliaria Cervelló, S.A. cuenta con un nivel de desempeño aceptable<sup>3</sup> respecto a sus prácticas de Responsabilidad Social Empresarial. La compañía no ha identificado a sus grupos de interés, por lo que no realiza un proceso formal de consulta a sus directivos. Asimismo, debido a que no cuenta con una estrategia de sostenibilidad definida, no se ha elaborado un reporte de sostenibilidad y no cuenta con programas o políticas ambientales que promuevan la eficiencia energética, la gestión de residuos y el cuidado del agua, así como la ausencia de la evaluación de criterios ambientales en sus proveedores y de consideración de los efectos e impactos del cambio climático para la definición de la estrategia comercial. Sin embargo, Inmobiliaria Cervelló, S.A., en la fecha de análisis, no ha sido objeto de multas o sanciones en materia ambiental, y sí se reconoce la realización de algunas acciones que promueven la erradicación del trabajo infantil y el trabajo forzoso, aunque no forma parte de programas formales. De esta manera, la compañía evita contratar a menores de edad, sin embargo, de ser necesaria una contratación de dicho tipo, esta se hace en base a lo

<sup>2</sup> Parte de Xandri, S.A., que ofrece servicios de construcción industrial, comercial, servicios de tramitología y servicios de desarrollo de planos en el mercado de construcción.

<sup>3</sup> Categoría RSE4 en una escala de 6 niveles, donde RSE1 es la categoría máxima y RSE6 es la categoría mínima.

establecido en el Artículo No. 117 y 120<sup>4</sup> del Código de Trabajo de la República de Panamá, el cual forma parte del Reglamento Interno de Trabajo y Código de Ética de la institución, actualizados al 20 de marzo de 2015.

Por su parte, a pesar de que la compañía no cuenta con una política formal respecto a las capacitaciones y la frecuencia de estas, esta sí realiza algunos programas de capacitación y formación por medio de procesos exteriores para que los miembros de la institución puedan tomar cursos y seminarios relacionados a su respectiva área de trabajo. Además, Inmobiliaria Cervelló, S.A. otorga los beneficios de ley a sus trabajadores, incluyendo beneficios adicionales, y realiza algunas acciones que promueven su participación en la comunidad a través de la estructuración de actividades tales como la pintura en escuelas, adecuación de pavimentación, apoyo a ligas deportivas, entre otras.

## Operaciones y Estrategias

### Contratos

En el siguiente cuadro se presenta el detalle de los contratos de alquiler vigentes de las entidades Casselberry, S.A. y Xandri, S.A. a ser cedidos al Fideicomiso de Garantía, los cuales cuentan con una duración de 10 años, siendo Supermercados Riba Smith, S.A. su principal arrendatario. Dichos contratos fueron firmados el 30 de junio de 2019, por lo que para la fecha de análisis, Casselberry, S.A. y Xandri, S.A. contaban con 4 y 5 contratos vigentes, respectivamente. De esta manera, todos se caracterizan con fecha de vencimiento en julio de 2029.

Arrendador	Arrendatario	Ubicación	Duración	Vigencia	Vencimiento
Casselberry, S.A.	Riba Smith, S.A.	Transistmica, Bella Viasta, Multiplaza	10 años	jul-19	jul-29
Casselberry, S.A.	Industrias Alimenticias Ricas Viandas	La Pita	10 años	jul-19	jul-29
Casselberry, S.A.	Riba Smith, S.A.	La Pita	10 años	jul-19	jul-29
Casselberry, S.A.	Viveres de Panamá	La Pita	10 años	jul-19	jul-29
Xandri, S.A.	Riba Smith, S.A.	Costa del Este, Majagual, Transistmica	10 años	jul-19	jul-29
Xandri, S.A.	Delirys, S.A.	Costa del Este, Majagual, Transistmica	10 años	jul-19	jul-29
Xandri, S.A.	Riba Smith, S.A.	Brisas del Golf	10 años	jul-19	jul-29
Xandri, S.A.	Riba Smith, S.A.	Brisas del Golf	10 años	jul-19	jul-29
Xandri, S.A.	Riba Smith, S.A.	Chorrera	10 años	jul-19	jul-29

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

Por su parte, todos los contratos establecen que el canon de arrendamiento mensual se debe cancelar en los primeros 20 días de cada mes. Si no se cumple anterior dentro del plazo estipulado, se podrá cobrar una mora de 3 % sobre la mensualidad del alquiler. Asimismo, partir de la renovación de los contratos en junio de 2019, se aplicó un incremento que se mantiene entre el 1 % y el 3 % en el precio mensual del arrendamiento, siendo calculado durante cada periodo respecto a la utilización de la variación del índice de precios al consumidor promedio de los últimos cinco años. Por último, se hace constar que no se puede dar una terminación anticipada al contrato hasta el tercer año de vigencia sin previa autorización del Fideicomiso, y de ser el caso, se deberá pagar una indemnización del 3 % sobre los cánones que no serán cubiertos en los años restantes del plazo ya establecido en dicho contrato.

<sup>4</sup> Referencia a la permisividad de contratación de personas entre 14 y 18 años, con condiciones, ordinarias y matutinas.



## Instrumento calificado

### Programa Rotativo de emisión de Bonos Corporativos por USD 100 millones.

El programa rotativo de emisión de Bonos Corporativos por un monto de hasta USD 100 millones, según se describe en el siguiente cuadro de resumen:

#### PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA EMISIÓN

Características	
<b>Emisor:</b>	Inmobiliaria Cervelló, S.A.
<b>Instrumento:</b>	Programa Rotativo de Bonos Corporativos.
<b>Moneda:</b>	Dólares de Estados Unidos de América.
<b>Monto autorizado:</b>	US\$ 100,000,000.00.
<b>Series:</b>	Los Bonos podrán ser emitidos en múltiples Series (denominadas "Series Senior" y "Series Subordinadas"). El Monto de cada Serie será notificado mediante suplemento.
<b>Fecha de oferta inicial:</b>	28 de mayo de 2019.
<b>Fecha de vencimiento:</b>	Para cada una de las Series de Bonos de que se trate, el Emisor determinará la Fecha de Vencimiento mediante un suplemento al Prospecto Informativo con no menos de tres (3) Días Hábiles antes de la Fecha de Oferta Respectiva. El pago de intereses se hará el último día de cada Período de Interés (cada uno, "Día de Pago"), y en caso de no ser éste un Día Hábil, entonces el pago se hará el primer Día Hábil siguiente.
<b>Tasa de interés:</b>	La tasa de interés será fijada por el Emisor antes de la Fecha de Oferta Respectiva y la misma podrá ser fija o variable. En caso de ser una tasa fija, los Bonos devengarán una tasa fija de interés anual que será determinada por el Emisor según sus necesidades y la demanda del mercado mediante un suplemento al Prospecto Informativo con no menos de tres (3) Días Hábiles antes de la Fecha de Oferta Respectiva.
<b>Pago de intereses:</b>	Los intereses serán pagaderos trimestralmente los días (30) de los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año.
<b>Condiciones para pago de intereses subordinados:</b>	El emisor sólo podrá realizar el pago de intereses de los Bonos de las Serie Subordinadas siempre que cumpla con las siguientes condiciones: i) que no se haya declarado un Evento de Incumplimiento; ii) que el Emisor esté al día en el pago de intereses y capital cuando así corresponda de la Serie Senior; y iii) que se hayan perfeccionado todas las garantías correspondientes a la Serie Senior. Los intereses no pagados en un período se acumularán al capital y serán pagados al vencimiento de la Serie Subordinada.
<b>Pago de capital:</b>	La Fecha de Pago a capital de los Bonos será trimestral, los días treinta (30) de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año, hasta su Fecha de Vencimiento o hasta la cancelación total de los Bonos. Deberá ser informada por el Emisor a través del suplemento al Prospecto Informativo con no menos de tres (3) Días Hábiles de la Fecha de Oferta.
<b>Redención Anticipada:</b>	El Emisor podrá redimir anticipadamente los Bonos Corporativos, parcial o totalmente, de cada una de las Series o la totalidad de estas según lo estipulado en los suplementos de cada Serie, y a los precios calculados como porcentajes del Saldo Insoluto a Capital a redimir.
<b>Fuente de pago:</b>	El Emisor es una sociedad constituida con el único fin de servir como Emisor de los Bonos que se dedica, entre otras cosas, a extenderle facilidades de crédito a sus afiliadas, las cuales a su vez se dedican al negocio de alquiler de locales comerciales. Por tanto, el repago de los intereses y capital de esta depende de los ingresos o flujos de caja que reciban las empresas afiliadas del Emisor.
<b>Garantías y respaldo:</b>	Los Bonos de la Serie Senior estarán garantizados a través de un Fideicomiso Irrevocable de Garantía con Prival Trust, S.A., el cual contendrá: i) primera hipoteca y anticresis sobre una serie de Bienes Inmuebles cuyo valor de avalúo deberá cubrir en todo momento al menos el 200 % del saldo insoluto de la Serie Senior; ii) cesión irrevocable de los cánones de arrendamiento, presente y futuros derivados de los Contratos de Arrendamiento sobre los Bienes Inmuebles otorgados en garantía, los cuales tendrán que tener una Cobertura de Garantía de Flujos y Flujos Proyectados de 1.3 veces; iii) cesión de las pólizas de seguro de los Bienes Inmuebles que cubra al menos el 80 % del valor de las mejoras construidas sobre los Bienes Inmuebles; iv) cesión de las pólizas de seguro CAR con cobertura A, B, C y D por el 100 % del valor de contrato de construcción de cada Proyecto, E y F por el 20 % y G por el 10 %; v) cesión de las fianzas de cumplimiento de los Proyectos; y vi) los fondos depositados en las Cuentas Fiduciarias. Los Bonos Subordinados no cuentan con garantías y están respaldados por el crédito general del Emisor.
<b>Uso de los fondos:</b>	Los fondos tendrán usos definidos en la descripción de cada Serie. Los fondos serán utilizados en forma individual o en conjunto para los siguientes usos: i) amortización de obligaciones financieras e ii) inversiones y capital de trabajo.
<b>Estructurador y Agente de Pago:</b>	Prival Bank, S.A.
<b>Casa de valores y puesto de bolsa:</b>	Prival Securities, S.A.
<b>Fiduciario:</b>	Prival Trust, S.A.
<b>Central de custodia:</b>	LatinClear.

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

### **Emitido y en Circulación**

Para el segundo semestre de 2019, Inmobiliaria Cervelló, S.A. contaba con las siguientes series garantizadas y subordinadas del Programa Rotativo de Bonos Corporativos:

Tipo	Vencimiento	2019	2018
Serie Senior A	2029	B/. 75,000,000	-
Serie Senior C	2024	B/. 3,000,000	-
Serie Subordinada B	2029	B/. 2,500,000	-
Serie Senior	2026	-	B/. 79,335,000
Serie Subordinada	2039	-	B/. 2,500,000
Gastos de emisión de bonos		B/. (575,418)	B/. (682,552)
<b>Total</b>		<b>B/. 79,924,582</b>	<b>B/. 81,152,448</b>

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

### **Cuentas Fiduciarias**

Los flujos para el repago de la deuda provendrán de los alquileres cobrados por las inmobiliarias Casselberry, S.A. y Xandri, S.A. a sus arrendatarios, los cuales son cedidos de manera irrevocable al Fideicomiso de Garantía administrado por Prival Trust, S.A., el cual actúa como fiduciario:

- **Cuenta de concentración de Casselberry, S.A. y Xandri, S.A.:** En estas cuentas se depositarán todos los cánones de arrendamiento presentes y futuros cedidos irrevocable e incondicionalmente por Casselberry, S.A. y Xandri, S.A. a favor del Fiduciario, derivado de los Contratos de Arrendamiento y deberán ser depositados directamente por los arrendatarios.
- **Cuenta de pago de proyectos:** Cuenta en la cual se depositarán las sumas que instruya el Emisor al Fiduciario, que serán utilizadas para otorgar facilidades crediticias a empresas afiliadas del Emisor para la construcción y desarrollo de los proyectos, en caso de haberlos.
- **Cuenta de reserva:** Se harán aportes mensuales según la prelación de pagos para la cobertura de los próximos 3 meses de los pagos de capital más intereses que generen los Bonos.

### **Prelación de pagos**

El Agente Fiduciario realizará los pagos en el siguiente orden:

- Pago por la suma que corresponda a las comisiones del Agente de Pago, Registro y Transferencia, del Fiduciario, y cualquier otra comisión o gasto relacionado con la Emisión.
- Pago por el monto necesario a la Cuenta de Reserva, para cumplir con el Balance Requerido (la suma equivalente al monto de los pagos que deba realizar el Emisor en concepto de capital más intereses de los Bonos emitidos y en circulación, durante los próximos 3 meses) en dicha cuenta y cubrir el monto correspondiente a la próxima Fecha de Pago.
- Pago por la transferencia a las Cuentas de Remanentes, haciendo referencia a los montos que queden en las Cuentas de Concentración, una vez se haya fondeado la Cuenta de Reserva y se hayan efectuado los pagos descritos en los puntos anteriores.

### **Pago del capital**

Una vez transcurrido el Período de Gracia, si lo hubiese, el saldo insoluto de los Bonos de cada Serie será pagado en la forma y frecuencia que el Emisor determine. Deberá ser informado a través del suplemento al Prospecto Informativo con no menos de tres días hábiles antes de la Fecha de Oferta.

### **Garantía y Respaldo**

Los Bonos de la Serie Senior están garantizados a través del Fideicomiso Irrevocable de Garantía con Prival Trust, S.A., como Fiduciario, Inmobiliaria Cervelló, S.A. como Fideicomitente Emisor, y las sociedades Casselberry, S.A., Xandri, S.A. y otras empresas que podrán ser agregadas en el futuro como Fideicomitentes Garantes del Fideicomiso, el cuál contendrá los siguientes bienes fideicomitidos:

- Primera hipoteca y anticresis sobre una serie de Bienes Inmuebles, constituida por los Fideicomitentes Garantes, cuyo valor de mercado del avalúo independiente deberá cubrir en todo momento al menos el 200 % del Saldo Insoluto de los Bonos de la Serie Senior. Para diciembre de 2019, según el saldo insoluto de las Series Senior (USD 78 millones), dicho porcentaje corresponde a USD 156 millones. La hipoteca sobre

los Bienes Inmuebles corresponde a un valor de avalúo total por USD 179,436,000, lo cual representa un excedente de USD 23,436,000.

- Cesión irrevocable a favor de Prival Trust, S.A., en su calidad de fiduciario, de los cánones de arrendamiento, presentes y futuros, derivados de los Contratos de Arrendamiento de los Bienes Inmuebles otorgados en Primera Hipoteca y Anticresis, los cuales se depositarán en las Cuentas de Concentración del Fideicomiso. En la fecha de análisis, el Fideicomiso tiene cedida la suma de USD 968,252.26 en arrendamientos mensuales.
- Cesión de los flujos dimanantes de la liquidación de las Pólizas de Seguros de los Bienes Inmuebles emitidas por ocurrencia de un siniestro emitidas por una compañía aceptable al Agente de Pago, Registro y Transferencia y que cubra al menos el 80 % del valor de las mejoras de los Bienes Inmuebles o cualesquiera otras pólizas existentes en relación con los Bienes Inmuebles.
- Cesión a favor de Prival Trust, S.A. en su calidad de Fiduciario, de las pólizas CAR (“Construction All Risk”), con coberturas A, B, C, y D por el 100 % del valor de contrato de construcción de cada uno de los Proyectos, E y F por 20 % del valor del contrato de construcción de cada uno de los Proyectos y G por el 10 % del valor del contrato de construcción de cada uno de los Proyectos, que a la fecha no se encuentran cedidas, ya que no se ha iniciado construcción en los Proyectos.
- Endoso a favor de Prival Trust, S.A. en su calidad de Fiduciario de las Fianzas de cumplimiento por el 50 % del valor de cada uno de los Proyectos, que a la fecha no se encuentran cedidas, ya que no se ha iniciado construcción de los proyectos.
- Cuentas Fiduciarias, las cuales a la fecha de cierre del presente informe, mantenían depositada e invertida la suma total de USD 1,217,115.16.

Para diciembre de 2019, las garantías cedidas al Fideicomiso cumplen con el mínimo de cobertura, según las condiciones de cobertura de cada bien fideicomitado:

CONDICIONES DE BIENES FIDEICOMITIDOS A DICIEMBRE DE 2019			
Garantía	Monto (USD)	Condición	Cobertura
Primera hipoteca y anticresis sobre una serie de Bienes Inmuebles.	USD 179,436,000	El valor de avalúo de los Bienes Inmuebles deberá cubrir en todo momento al menos el 200 % del saldo insoluto de la Serie Senior. El cálculo se realizó con el total de lo emitido y en circulación de dichas series (USD 78 millones).	230 %
Cesión irrevocable de los cánones de arrendamiento, presente y futuros de ser necesario, derivados de los Contratos de Arrendamiento sobre los Bienes Inmuebles otorgados en garantía.	Flujos Anual de los Contratos de Arrendamiento: USD 11,667,439.84	Deberán tener una Cobertura de Garantía de Flujos Projectados de 1.3 veces. El cálculo se realizó con el total de los pagos de intereses y abonos de capital de los Bonos de los próximos 12 meses (USD 6,516,502.74).	1.8 veces
Cesión de las pólizas de seguro de los Bienes Inmuebles.	USD 92,293,009.01	Deben cubrir al menos el 80 % del valor de las mejoras construidas sobre los Bienes Inmuebles. El cálculo se realizó con el total del valor de mejoras sobre las fincas del emisor (USD 114,688,927.55).	80.5 %
Cesión de las pólizas de seguro CAR.	USD 0.00	Cobertura A, B, C y D por el 100 % del valor de contrato de construcción de cada Proyecto, E y F por el 20 % y G por el 10 %.	N/A, no se han iniciado trabajos en los proyectos.
Cesión de las fianzas de cumplimiento de los Proyectos.	USD 0.00	Endoso de las fianzas de cumplimiento por el 50 % del valor de cada uno de los proyectos.	N/A, no se han iniciado trabajos en los proyectos.
Cuentas Fiduciarias.	USD 1,217,115.16	Depositado e invertido.	N/A.

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

### Condiciones de los Contratos de Arrendamiento

Los Contratos de Arrendamiento vigentes deberán cumplir en todo momento con las siguientes condiciones:

- Los Contratos deberán tener un plazo mínimo de 10 años.
- Los Contratos de Arrendamiento deberán contener cláusulas de aumentos, a requerimiento del Agente de Pago, Registro y Transferencia.
- No podrán ser modificados en cuanto a plazos, cánones o penalidades, sin la previa autorización del Fiduciario.

- Los Contratos de Arrendamiento deberán de contener cláusulas que no prohíban la terminación anticipada del contrato, siempre que los arrendatarios se encuentren al día en sus pagos, que el Emisor cumpla con la Cobertura de Garantías y que los Cedentes soliciten la autorización previa del Fiduciario. De cancelarse algunos de los contratos antes del plazo estipulado en cada uno, y sólo si el Emisor así lo requiere para cumplir con la Cobertura de Garantías, previa autorización del Fiduciario, el arrendatario y los Cedentes deberán reemplazar el contrato por otro igual o mayor valor económico, y de no reemplazarlo en un plazo máximo de 90 días, pagar una penalidad, de acuerdo a lo siguiente: (i) entre el año 3 y 5, una penalidad equivalente al canon de arrendamiento remanente en el contrato hasta el quinto año, con un mínimo de 12 meses de arrendamiento y (ii) durante los años 6 al 10, una penalidad equivalente a los cánones de arrendamiento correspondientes a 12 meses siguientes a la fecha de cancelación anticipada. Los fondos pagados en concepto de penalidades serán depositados por los Cedentes en la Cuenta de Reserva hasta que dicho bien sea arrendado nuevamente con un contrato de igual o mayor valor económico en cuyo caso los fondos serían parcial o totalmente devueltos al Emisor. Esta penalidad no aplicaría si el Emisor vende las propiedades arrendadas o recibe fondos en concepto de pólizas de seguro, que conlleve a la cancelación de los contratos antes del plazo estipulado y redime parcial y anticipadamente los Bonos producto de dicha venta.
- Los Contratos de Arrendamiento deberán incluir penalidades por cuotas atrasadas.
- Los Contratos deberán especificar que todos los gastos de mantenimiento, administrativos, de impuestos y otros relacionados con los bienes arrendados sean cubiertos por el arrendatario o por el arrendador.
- Los Contratos de Arrendamiento deberán incluir cualesquiera otras cláusulas usuales para este tipo de contratos y que sean requeridas por el Agente de Pago, Registro y Transferencia.

#### **Uso de los Fondos**

Los fondos, producto de la colocación de los Bonos, tendrán los usos definidos en la descripción de cada Serie. Estos serán utilizados de forma individual o en conjunto para los siguientes usos: i) repago de emisiones vigentes y futuras e, ii) inversiones y de capital de trabajo y iii) recursos líquidos para capital de trabajo. De esta manera, según los suplementos al prospecto informativo, se muestran la utilización y especificación de las series emitidas, en el siguiente cuadro:

**TERMINOS Y CONDICIONES DE LAS SERIES**

Especificaciones:	Serie A	Serie B	Serie C
<b>Tipo de instrumento:</b>	Bonos Corporativos Senior.	Bonos Corporativos Subordinados.	Bonos Corporativos Senior.
<b>Monto:</b>	USD 75,000,000	USD 2,500,000	USD 3,000,000
<b>Tasa de interés:</b>	Tasa de interés variable de 4 % + Libor 3M.	Tasa de interés fija de 12.5 %.	Tasa de interés fija de 6.25 %
<b>Plazo de la serie:</b>	10 años.	10 años.	5 años.
<b>Fecha de emisión:</b>	jul-19	jul-19	dic-19
<b>Pago de intereses:</b>	Trimestralmente.	Trimestralmente.	Trimestralmente.
<b>Pago de capital:</b>	Sujeto a periodo de gracia en el primer año, amortización variable.	En vencimiento, sujeto a la prelación de pagos.	En vencimiento.
<b>Garantías:</b>	Fideicomiso Irrevocable de Garantía.	N/A.	Fideicomiso Irrevocable de Garantía.
<b>Redención anticipada:</b>	Sí aplica.	Sí aplica.	Sí aplica.
<b>Uso de los fondos:</b>	Los fondos derivados de la Serie A serán utilizados para cancelar el Saldo Insoluto de la emisión de Bonos Corporativos registrada en la SMV bajo la resolución No. 333-14 del 15 de julio de 2014.	Los fondos derivados de la Serie Subordinada serán utilizados para cancelar el Saldo Insoluto de la emisión de Bonos Corporativos registrada en la SMV bajo la resolución No. 333-14 del 15 de julio de 2014.	Los fondos derivados de la Serie A serán utilizados para capital de trabajo y para otros usos generales del Emisor.

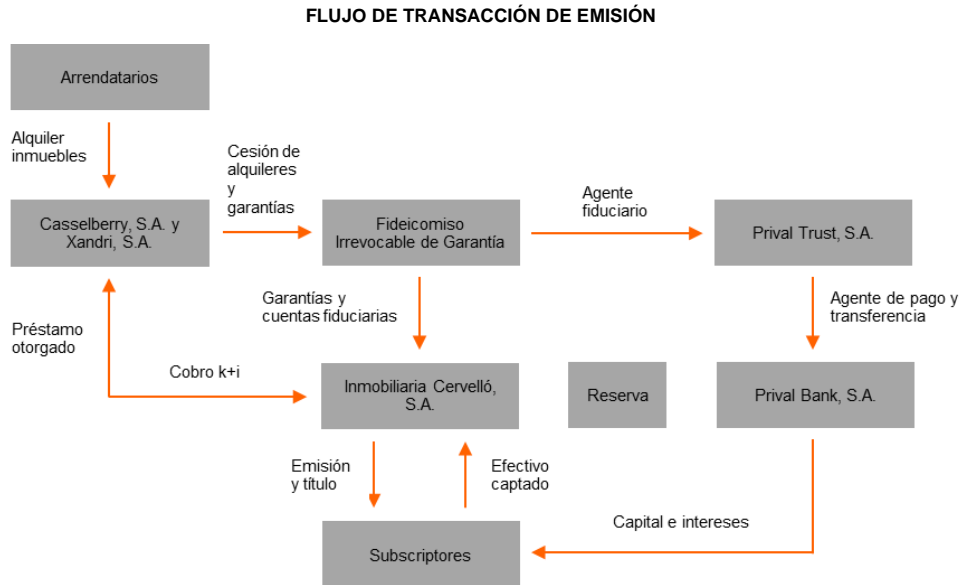
Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. y Prival Trust, S.A. / Elaboración: PCR

#### **Redención anticipada**

El Emisor podrá redimir anticipadamente los Bonos del Programa Rotativo de Bonos Corporativos, parcial o totalmente, de cada una de las Series o la totalidad de estas según lo estipulado en los suplementos de cada una de las Series, y a los precios calculados como porcentajes del Saldo Insoluto a Capital a redimir.

### Estructura de la Transacción

Inmobiliaria Cervelló obtiene sus ingresos a través del pago realizado por las compañías relacionadas, que, a su vez, obtienen sus ingresos del arrendamiento de bienes inmuebles, que luego son cedidos al Fideicomiso Irrevocable de Garantía que incluye cuentas fiduciarias, cánones de arrendamiento, pólizas de seguro y primera hipoteca de anticresis sobre bienes inmuebles, el cual está manejado por Prival Trust, S.A. Dichos ingresos son utilizados para el pago a capital e intereses de los bonos o en dado caso, como garantía para la cobertura del saldo insoluto de los bonos.

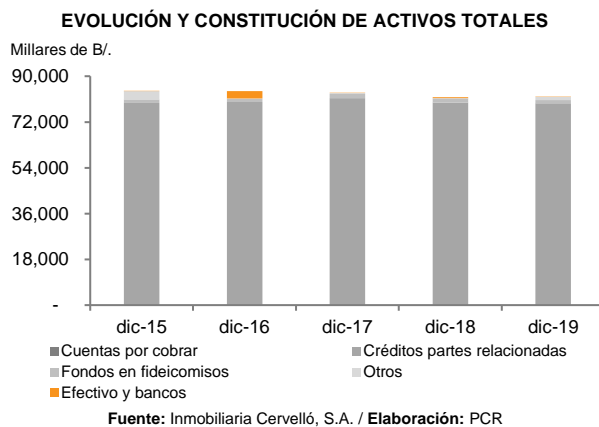


Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

## Análisis Financiero

### Activos

Para diciembre de 2019, los activos de Inmobiliaria Cervelló, S.A. totalizaron B/. 82 millones (diciembre 2018: B/. 81.7 millones), presentando un leve aumento interanual de 0.3 % (+B/. 276.4 millares), producto del incremento significativo en las cuentas por cobrar entre partes relacionadas (+9.5 veces), debido principalmente a la fusión de las sociedades Xandri, S.A., Plaza Bolívar Holdings y Hazlebury Ventures Corporation, siendo Xandri, S.A., la sociedad absorbente. Sin embargo, dicho crecimiento se presentó ante una merma considerable en los fondos en fideicomisos<sup>5</sup>, efectivo y en los préstamos por cobrar entre partes relacionadas de B/. 398.7 millares, B/. 250 millares y B/. 156.3 millares, respectivamente. Esta contracción no mostró una mayoría nominal respecto al aumento en las cuentas por cobrar entre partes relacionadas. Los préstamos por cobrar entre partes relacionadas, que totalizan B/. 79.4 millones y representan el 96.9 % de la totalidad de los activos, son los productos de la emisión de bonos que representa el vínculo del flujo financiero de pagos entre las empresas relacionadas y el vehículo, siendo este último, Inmobiliaria Cervelló, S.A.

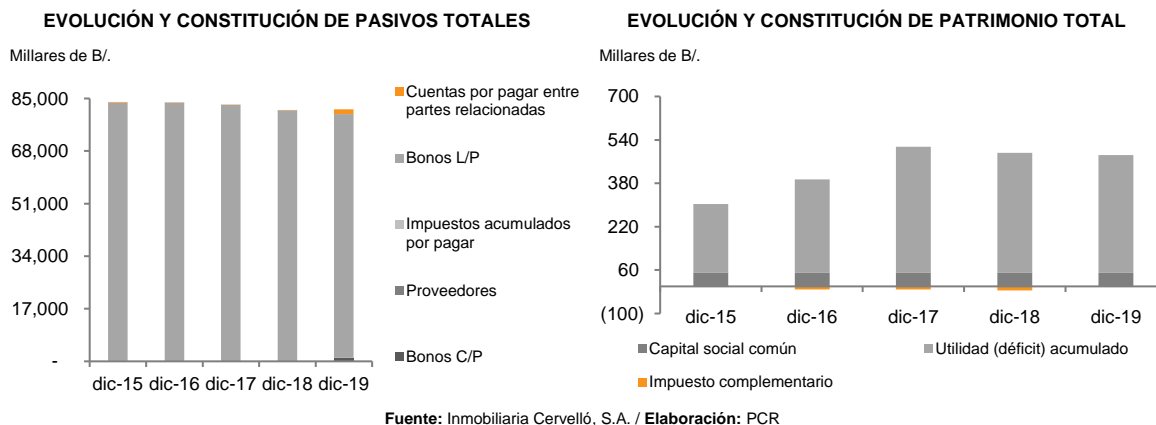


### Pasivos y Patrimonio

Para el segundo semestre de 2019, los pasivos totales de Inmobiliaria Cervelló, S.A. se ubicaron en B/. 81.5 millones, incrementando levemente 0.3 %, debido principalmente al aumento presentado en las cuentas por pagar entre partes relacionadas (+B/. 1.5 millones), producto de la fusión que exhibió Xandri, S.A. por Convenio de Fusión por absorción. Asimismo, se presentó el surgimiento de la cuenta de bonos por pagar a corto plazo, los cuales hacen referencia al monto en porción corriente de la emisión de bonos corporativos y totalizaron B/. 1.1 millones en la fecha de análisis. Sin embargo, el peso de la variabilidad en los pasivos es debido a la merma generada por los bonos por pagar a largo plazo (-B/. 2.4 millones), los cuales reflejan el cambio en la estructura de emisión generado por el acogimiento a la redención anticipada sobre el saldo insoluto del programa de emisión de bonos corporativos anterior (Resolución SMV No. 333-14).

Por su parte, el patrimonio de la entidad totalizó B/. 484.5 millares, generando un aumento de 1.4 % respecto a la misma fecha del periodo anterior (diciembre 2018: B/. 478 millares). Dicho crecimiento fue producto principalmente de la disminución en la totalidad del impuesto complementario (+B/. 14.6 millares), a pesar de una contracción presentada en las utilidades acumuladas de B/. 8 millares. De esta manera, este último rubro representó el 89.7 % del total del patrimonio, mientras que el capital social común correspondió al 10.3 % restante, y totalizó B/. 50 millares.

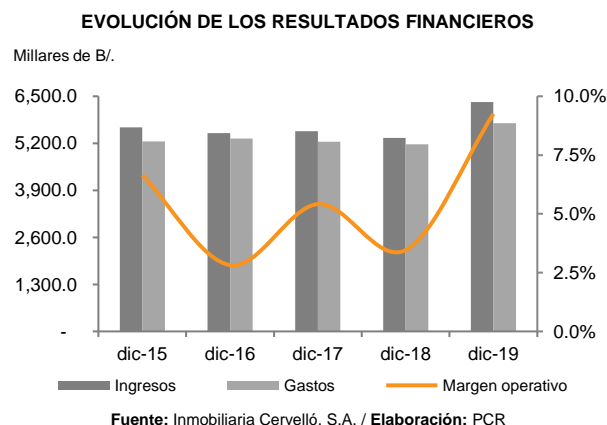
<sup>5</sup> Los fondos de fideicomiso corresponden al contrato vigente, mediante el cual se constituye el Fideicomiso Irrevocable de Garantía a favor de Prival Bank, S.A.



## Resultados Financieros

Para el 31 de diciembre de 2019, los ingresos de Inmobiliaria Cervelló, S.A. se situaron en B/. 6.3 millones, presentando un incremento de 18.5 % respecto a diciembre de 2018 (B/. 5.4 millones), producto del incremento significativo en los ingresos por servicios de 2 veces (+B/. 687.5 millares), aunado al surgimiento de la ganancia en valores negociables de B/. 334.7 millares. Dicho crecimiento sustancial en los ingresos por servicios hace referencia a la fusión por absorción de Xandri, S.A. anteriormente destacada. Asimismo, los egresos de la compañía totalizaron B/. 5.8 millones (diciembre 2018: B/. 5.2 millones), generando un aumento interanual de 11.4 %, debido al incremento de B/. 622 millares en la amortización del gasto de emisión de bonos, la cual se situó en B/. 712.1 millares, para diciembre de 2019. Por su parte, se presentó una leve contracción en los rubros de gastos por intereses (-0.7 %) y honorarios profesionales (-3.9 %) de B/. 33.3 millares y B/. 2.2 millares, respectivamente.

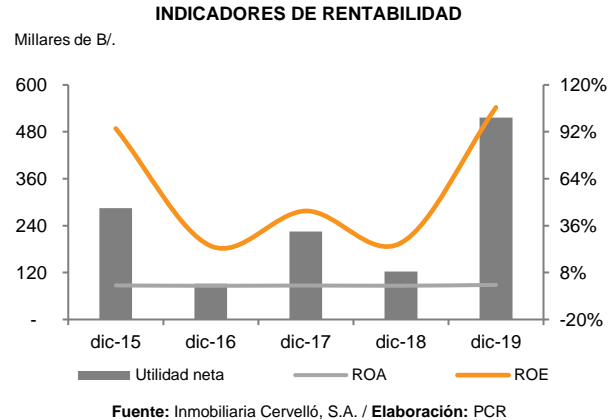
De esta manera, es destacable que el monto de ingresos por intereses sobre las actividades crediticias con las partes relacionadas es igual al monto de gastos por intereses debido a la adecuación de una estructura de balance apropiada respecto a las características de un vehículo, por lo que la empresa depende estrictamente de otros ingresos como servicios administrativos, intereses en cuentas de ahorro y la ganancia en valores negociables para la obtención de ingresos que generen un positivo en la utilidad neta; y a su vez, considerando su único propósito, siendo este la emisión de bonos corporativos.



Como consecuencia de lo anterior, la utilidad neta de Inmobiliaria Cervelló, S.A. registró un monto total de B/. 586.6 millares, reflejando un incremento significativo de 2.2 veces, es decir, B/. 401.5 millares. Lo anterior es producto del mayor aumento en los ingresos que en los egresos, debido al crecimiento presentado en los ingresos por servicios de la compañía, generando un margen operativo de 9.3 % (diciembre 2018: 3.5 %). Asimismo, es importante destacar que por su naturaleza operativa, los flujos que percibe por parte de las afiliadas son rigurosamente para la cobertura de las necesidades del repago de la deuda generada por la emisión.

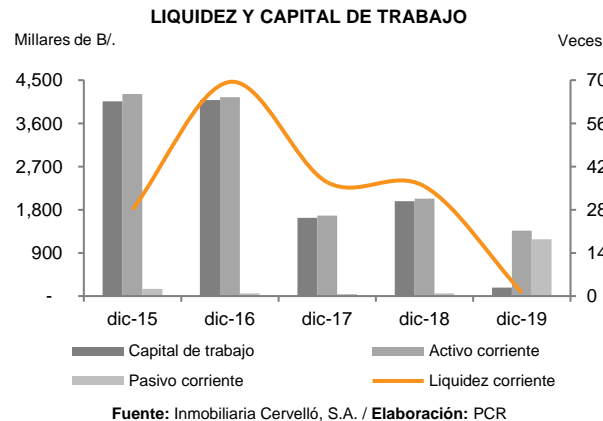
## Rentabilidad

Los indicadores de rentabilidad de Inmobiliaria Cervelló, S.A. presentaron una mejora significativa derivado del aumento en las utilidades netas, así como de la leve variación interanual en los activos y el patrimonio de 0.3 % y 1.4 %, respectivamente. De esta manera, el indicador de rentabilidad sobre los activos se posicionó en 0.6 % (diciembre 2018: 0.2 %), mientras que el indicador de rentabilidad sobre el patrimonio se ubicó en 106.6 % (diciembre 2018: 25.7 %).



## Liquidez y Flujo de Efectivo

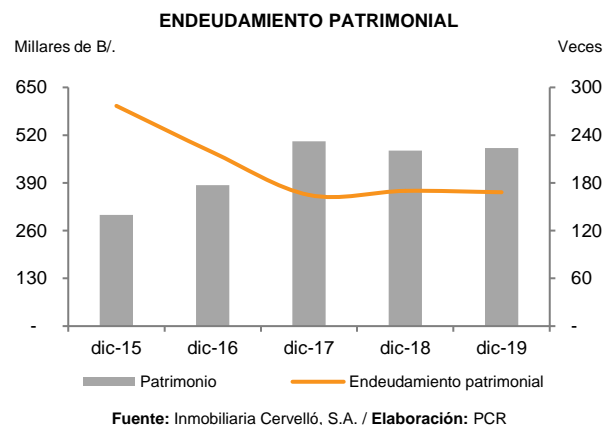
Para mitigar el riesgo de liquidez y flujo de efectivo, Inmobiliaria Cervelló, S.A. evalúa sus recursos y fondos disponibles, así como los vencimientos de activos y pasivos para que estos no afecten la liquidez de sus operaciones. Los activos corrientes de la compañía totalizaron B/. 1.4 millones (diciembre 2018: B/. 2 millones), presentando una contracción significativa de 33 %, principalmente por la disminución en los fondos de amortización y el efectivo disponible. Asimismo, los pasivos a corto plazo totalizaron B/. 1.2 millones, generando un crecimiento considerable respecto a la misma fecha del año anterior (diciembre 2018: B/. 57.2 millares), debido al surgimiento de la proporción corriente de la emisión de los bonos por pagar (B/. 1.1 millones) en la fecha de análisis. De esta manera, la compañía registro una disminución característica en los niveles de liquidez, pasando de 35.6 veces en diciembre de 2019, a 1.2 veces en diciembre de 2018, generando un capital de trabajo de B/. 179.3 millares (diciembre 2018: B/. 2 millones).



## Solvencia y Endeudamiento

Inmobiliaria Cervelló, S.A. reflejó un nivel de solvencia (activo total / pasivo total) de 100.6 %, manteniéndose constante respecto a diciembre de 2018, debido a que ambas cuentas presentaron el mismo crecimiento proporcional e interanual. Asimismo, el endeudamiento patrimonial, para diciembre de 2019, registró un decrecimiento, posicionándose en 168.2 veces (diciembre 2018: 170 veces). Dicho grado de apalancamiento es debido a la razón de existencia de la compañía, pues esta fue creada para actuar como vehículo emisor de sus empresas afiliadas.





### Proyecciones Financieras

Inmobiliaria Cervelló, S.A. realizó proyecciones para un periodo de 9 años, en donde los ingresos procederán principalmente de los ingresos por intereses sobre préstamos, representando el 93.5 % de la totalidad de estos, y en menores proporciones por los ingresos por servicios administrativos con el 6.5 % restante. Por su parte, los gastos generales y administrativos no muestran variabilidad alguna a lo largo de las proyecciones, y están constituidos por la amortización de los gastos de emisión con el 67.7 %, seguido por honorarios por servicios de administración y auditoría con el 18.1 %, depreciación de bienes muebles con el 0.1 % y el restante 14.1 % por otros gastos de operación.

PROYECCIONES FINANCIERAS									
	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P
<b>Total ingresos</b>	<b>5,860.7</b>	<b>6,197.7</b>	<b>5,984.9</b>	<b>5,728.6</b>	<b>5,426.8</b>	<b>4,858.9</b>	<b>4,445.2</b>	<b>4,023.4</b>	<b>3,615.4</b>
Servicios administrativos	383.4	405.5	391.5	374.8	355.0	317.9	290.8	263.2	236.5
Intereses sobre préstamos	5,477.3	5,792.2	5,593.4	5,353.8	5,071.7	4,541.0	4,154.4	3,760.2	3,378.9
<b>Generales y administración</b>	<b>(212.8)</b>	<b>(212.8)</b>	<b>(212.8)</b>	<b>(212.8)</b>	<b>(212.8)</b>	<b>(212.8)</b>	<b>(212.8)</b>	<b>(212.8)</b>	<b>(212.8)</b>
Amortización de emisión	(144.1)	(144.1)	(144.1)	(144.1)	(144.1)	(144.1)	(144.1)	(144.1)	(144.1)
Depreciación de bienes	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Honorarios	(38.5)	(38.5)	(38.5)	(38.5)	(38.5)	(38.5)	(38.5)	(38.5)	(38.5)
Otros gastos de operación	(30.0)	(30.0)	(30.0)	(30.0)	(30.0)	(30.0)	(30.0)	(30.0)	(30.0)
<b>Otros ingresos (gastos)</b>	<b>(5,477.3)</b>	<b>(5,792.2)</b>	<b>(5,593.4)</b>	<b>(5,353.8)</b>	<b>(5,071.7)</b>	<b>(4,541.0)</b>	<b>(4,154.4)</b>	<b>(3,760.2)</b>	<b>(3,378.9)</b>
Gastos de intereses bonos	(5,477.3)	(5,792.2)	(5,593.4)	(5,353.8)	(5,071.7)	(4,541.0)	(4,154.4)	(3,760.2)	(3,378.9)
<b>Utilidad antes del ISR</b>	<b>170.6</b>	<b>192.7</b>	<b>178.8</b>	<b>162.0</b>	<b>142.2</b>	<b>105.1</b>	<b>78.0</b>	<b>50.4</b>	<b>23.7</b>
ISR	(42.7)	(48.2)	(44.7)	(40.5)	(35.6)	(26.3)	(19.5)	(12.6)	(5.9)
<b>Utilidad neta fiscal</b>	<b>128.0</b>	<b>144.5</b>	<b>134.1</b>	<b>121.5</b>	<b>106.7</b>	<b>78.8</b>	<b>58.5</b>	<b>37.8</b>	<b>17.8</b>
(+) ITDA	5,664.2	5,984.7	5,782.4	5,538.6	5,251.6	4,711.6	4,318.2	3,917.1	3,529.1
<b>EBITDA</b>	<b>5,792.2</b>	<b>6,129.2</b>	<b>5,916.4</b>	<b>5,660.1</b>	<b>5,358.3</b>	<b>4,790.4</b>	<b>4,376.7</b>	<b>3,954.9</b>	<b>3,546.9</b>

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

Como consecuencia de lo anterior, las proyecciones generan un EBITDA promedio anual de B/. 5.1 millones, el cual presenta una disminución interanual promedio ponderada de 5.1 %. Dicha contracción se encuentra alineada a la estructura en el vínculo financiero entre Inmobiliaria Cervelló, S.A. como vehículo y sus respectivas partes relacionadas como beneficiarios de las facilidades crediticias otorgadas. Asimismo, respecto a los ingresos destinados para las cuentas del fideicomiso provenientes de las compañías relacionadas, estas reflejaron una cobertura promedio en cuanto a los gastos financieros de 104.8 %, manteniéndose relativamente constante durante los plazos proyectados. Por su parte, la cobertura promedio del servicio de la deuda se ubica, según las proyecciones, en 100.5 %, la cual también se presenta una invariabilidad durante los años proyectados.

**INDICADORES DE COBERTURA**

	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P
EBITDA	5,792.2	6,129.2	5,916.4	5,660.1	5,358.3	4,790.4	4,376.7	3,954.9	3,546.9
Gastos financieros	5,520.0	5,840.4	5,638.1	5,394.3	5,107.3	4,567.3	4,173.9	3,772.8	3,384.8
Amortización	144.1	144.1	144.1	144.1	144.1	144.1	144.1	144.1	144.1
EBITDA / gastos financieros	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
EBITDA / servicio de la deuda	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

Asimismo, respecto a los supuestos utilizados en las proyecciones del flujo de ingresos por alquileres en lo deliberado por las partes relacionadas hacia Inmobiliaria Cervelló, S.A., estos se realizaron mediante un incremento interanual mínimo del 1 % (teniendo en cuenta que, según los contratos de arrendamiento, este se mantendrá entre 1 % y 3 %) y por su parte, los intereses de la Serie A (senior), los cuales mantienen una tasa variable entre 5.75 % y 7.25 %, están calculados sobre dicho máximo establecido. De igual manera, es importante destacar que para efectos de cálculos de cobertura dentro de las proyecciones mencionadas, no se consideran los intereses de la Serie B (subordinada).

Dichos indicadores son cálculos internos de PCR, por lo que estos no están estipulados en el Prospecto Informativo. Asimismo, cabe mencionar que Inmobiliaria Cervelló, S.A. actúa únicamente como vehículo para la emisión de Bonos Corporativos y de esta forma, otorgar facilidades de crédito a sus afiliadas, por lo que obtiene ingresos precisos para el cumplimiento de las obligaciones financieras provenientes del pago realizado por sus relacionadas, que a su vez, obtienen sus ingresos del arrendamiento de bienes raíces.

## Anexos

### BALANCE GENERAL

(millares de B./)	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
<b>Activo</b>					
<b>Activo corriente</b>	<b>4,210.8</b>	<b>4,145.4</b>	<b>1,677.1</b>	<b>2,032.4</b>	<b>1,361.0</b>
Efectivo y bancos	49.0	2,907.4	61.9	392.9	143.0
Fondos en Fideicomisos	1,320.5	1,210.1	1,615.1	1,615.1	1,216.5
Impuesto pagado por anticipado	-	27.9	-	24.4	1.5
Valores negociables	2,791.3	-	-	-	-
Suscripciones por cobrar	50.0	-	-	-	-
<b>Activo no corriente</b>	<b>79,942.1</b>	<b>79,969.2</b>	<b>81,802.8</b>	<b>79,687.6</b>	<b>80,635.5</b>
Equipo de cómputo	0.8	0.7	0.6	-	-
Préstamos por cobrar entre partes relacionadas	79,517.8	79,918.4	81,416.4	79,571.4	79,415.2
Cuentas por cobrar entre partes relacionadas	423.5	50.0	385.8	115.8	1,220.1
Otros activos	-	-	-	0.4	0.3
<b>Total Activo</b>	<b>84,152.8</b>	<b>84,114.5</b>	<b>83,479.8</b>	<b>81,720.1</b>	<b>81,996.5</b>
<b>Pasivo</b>					
<b>Pasivo corriente</b>	<b>150.1</b>	<b>59.7</b>	<b>45.4</b>	<b>57.2</b>	<b>1,181.7</b>
Bonos por pagar a corto plazo	-	-	-	-	1,125.0
Cuentas por pagar proveedores	6.9	1.1	0.7	0.7	0.9
Impuestos acumulados por pagar	143.2	58.6	44.7	56.4	55.8
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>83,699.8</b>	<b>83,671.4</b>	<b>82,931.0</b>	<b>81,185.0</b>	<b>80,330.3</b>
Bonos por pagar a largo plazo	83,535.0	83,637.4	82,907.4	81,152.4	78,799.6
Cuentas por pagar entre partes relacionadas	164.8	34.1	23.6	32.5	1,530.7
<b>Total Pasivo</b>	<b>83,849.9</b>	<b>83,731.1</b>	<b>82,976.4</b>	<b>81,242.1</b>	<b>81,511.9</b>
<b>Patrimonio</b>					
Capital social común	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0
Utilidad (déficit) acumulado	253.0	344.5	464.9	442.6	434.6
Impuesto complementario	-	(11.1)	(11.4)	(14.6)	-
<b>Total Patrimonio</b>	<b>303.0</b>	<b>383.4</b>	<b>503.4</b>	<b>478.0</b>	<b>484.6</b>
Pasivo + patrimonio	84,152.8	84,114.5	83,479.8	81,720.1	81,996.5

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

### ESTADO DE RESULTADOS

(millares de B./)	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
<b>Ingresos</b>	<b>5,639.6</b>	<b>5,479.1</b>	<b>5,536.4</b>	<b>5,353.1</b>	<b>6,342.1</b>
Ingresos por intereses sobre préstamos	5,096.7	5,110.5	5,091.4	5,012.1	4,978.8
Ingresos por servicios	348.7	274.2	440.0	341.0	1,028.5
Ganancia en valores negociables	190.8	90.7	-	-	334.7
Intereses ganados en cuenta de ahorro	3.4	3.7	5.0	0.0	0.0
<b>Gastos</b>	<b>5,255.6</b>	<b>5,330.8</b>	<b>5,239.2</b>	<b>5,167.9</b>	<b>5,755.4</b>
Gastos por intereses	5,096.7	5,110.5	5,091.4	5,012.1	4,978.8
Amortización del gasto de emisión de bonos	90.9	90.4	90.0	90.0	712.1
Honorarios profesionales	<b>66.9</b>	<b>94.6</b>	<b>49.4</b>	<b>54.9</b>	<b>52.7</b>
Multas y recargos	0.8	25.3	-	-	-
Depreciación	-	0.0	0.2	0.2	0.2
Otros gastos de operación	<b>0.3</b>	<b>9.9</b>	<b>8.3</b>	<b>10.8</b>	<b>11.6</b>
<b>Utilidad bruta</b>	<b>384.0</b>	<b>148.3</b>	<b>297.1</b>	<b>185.2</b>	<b>586.6</b>
Otros ingresos (gastos)	(9.0)	6.1	2.7	-	-
<b>Utilidad operativa</b>	<b>375.1</b>	<b>154.4</b>	<b>299.8</b>	<b>185.2</b>	<b>586.6</b>
Impuesto sobre la renta	90.3	62.9	74.5	62.5	70.1
<b>Utilidad neta</b>	<b>284.7</b>	<b>91.6</b>	<b>225.4</b>	<b>122.7</b>	<b>516.5</b>

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR